

# 中国経済展望

2018年9月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/china/>

- ◆本資料は2018年8月29日時点で利用可能な情報をもとに作成
- ◆照会先： 関辰一（Tel: 03-6833-6157 Mail: seki.shinichi@jri.co.jp）

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# 景気は減速、先行き大幅な成長鈍化は回避

## ◆現状：景気は減速

中国景気は、製造業のけん引力低下を受けて減速傾向。この背景には、デレバレッジ政策と貿易摩擦が指摘可能。

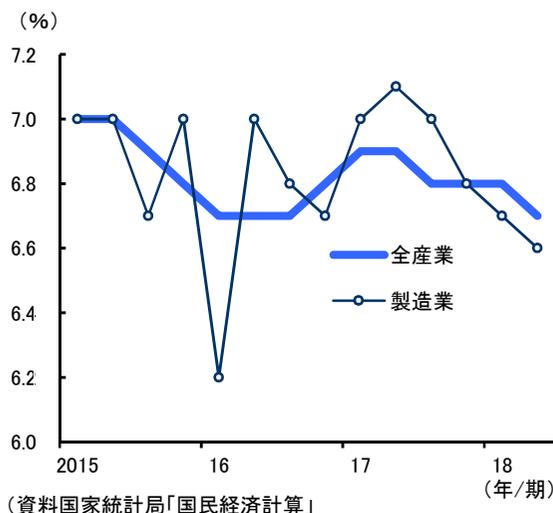
習近平政権は、昨年から金融リスクの低減に向けデレバレッジ政策に本腰。穏健中立方針とされていた金融政策は、短期金利の高め誘導などで実質的に引き締め気味の運営へ。銀行に対しては、オフバランス取引の縮小を指導するなど金融規制・監督を強化。この結果、シャドーバンキング経由の資金調達圧縮され、中小零細企業や地方政府が資金繰り難に直面。同時に、米トランプ政権は中国からの輸入品に対して制裁関税を課すなど、米中貿易摩擦が深刻化。米国のターゲットは主に中国のハイテク製造業。外需の先行きに対する懸念が強まるなか、製造業に生産抑制の動き。国内生産の鈍化を受けて、資本財輸入も弱含み。

## ◆展望：大幅な成長鈍化は回避

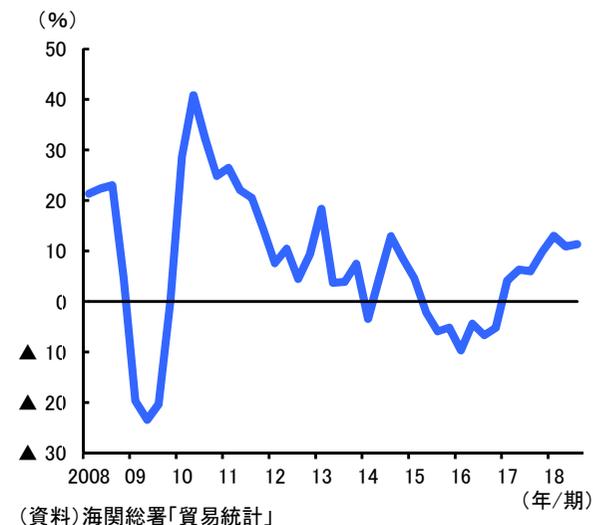
今後を展望すると、製造業は貿易摩擦のマイナス影響を懸念して、引き続き生産・投資を抑制して様子見姿勢を続ける見通し。

ただし、以下の3点を踏まえれば、急激な景気減速には至らない見込み。①貿易摩擦に起因した輸出の落ち込みは限定的。9月に2,000億ドル相当の対中制裁関税が発動されたとしても累計対象製品は輸出総額の約1割。仮に高率関税によって該当品目の輸出が5割減少したと大きめに見積もっても輸出総額の減少分は5%（GDPの0.9%）。②中国政府が金融・財政政策を機動的に打ち出せば下押し圧力を相殺可能。7月に政府はインフラ投資の拡大、金融デレバレッジの微修正など一連の景気てこ入れ策を表明。短期市場金利も低め誘導。③サービスを中心とした消費拡大が景気を下支え。ここ数年賃金が着実に上昇しており、労働分配率も高まる方向。

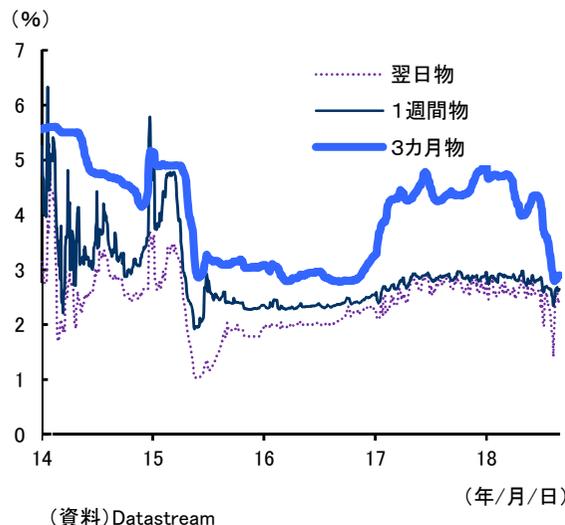
実質GDP(前年比)



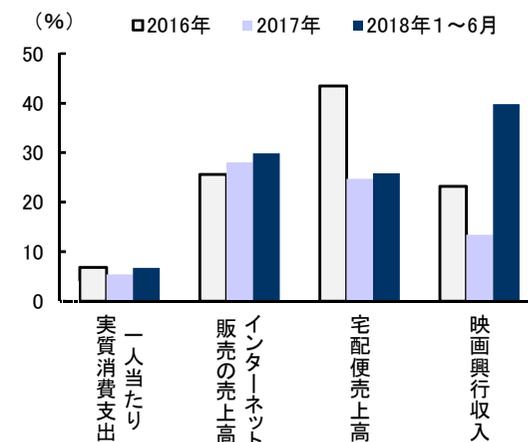
輸出額(前年比)



短期市場金利(SHIBOR)



消費関連統計(前年比)



(資料)国家統計局、国家郵政局、国家新聞出版广电总局

# 設備投資ブームの終焉を示唆する工作機械の輸入減少

## ◆輸出：増勢がやや鈍化

輸出額は、月ごとの振れが大きくなっているものの、均してみると今年に入ってから増勢がやや鈍化。地域別にみると、BRICs諸国向けの鈍化が顕著。米国利上げや貿易摩擦の激化が、新興国の通貨安・株安を招き、中国製品に対する需要を減退させた模様。

先行きも、輸出の持ち直しが期待しにくい状況。財新と国家统计局の製造業PMIの輸出向け新規受注指数は、いずれも良し悪しの目安となる「50」割れまで低下。今後も、米トランプ政権による関税引き上げがマイナス要因として作用。もっとも、対中制裁が大幅にエスカレートしない限り、中国景気への悪影響は限定的にとどまる見込み。

## ◆輸入：一部に弱い動き

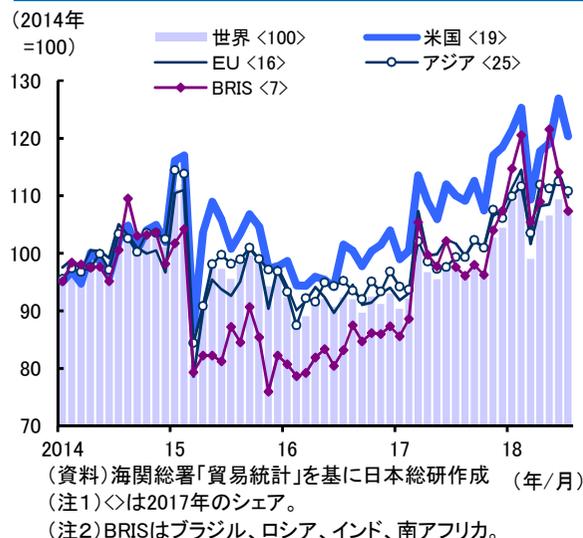
輸入額は、総じてみれば拡大傾向が続いているものの、国内生産の鈍化を受けて資本財輸入などで弱含み。

中国では、「中国製造2025」などの一連の産業政策を受けて、製造業の設備投資ブームが発生。2016年後半から民間企業の設備投資の伸び率が加速。連動して、工作機械の輸入が急増。これは、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策が設備投資の大幅増をもたらした2009～10年に匹敵する拡大ペース。

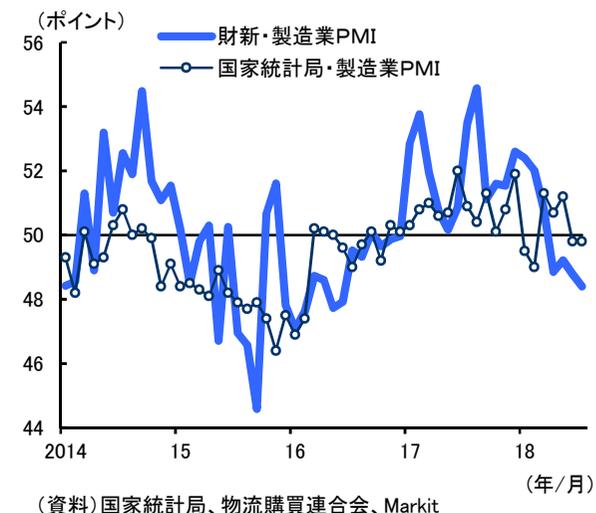
ところが、ここに来て工作機械の輸入が減少。7月の工作機械の輸入台数（季調値年率）は、直近ピークの3月から▲54.9%と急減。

政府が主導する産業政策は、往々にして過剰投資を招く。その一巡に加えて、デレバレッジ政策と貿易摩擦によって景気の先行き不透明感が強まったこともあり、製造業が生産・設備投資を抑制。工作機械の輸入減少は、今回の中国における設備投資ブームの終焉を示唆。

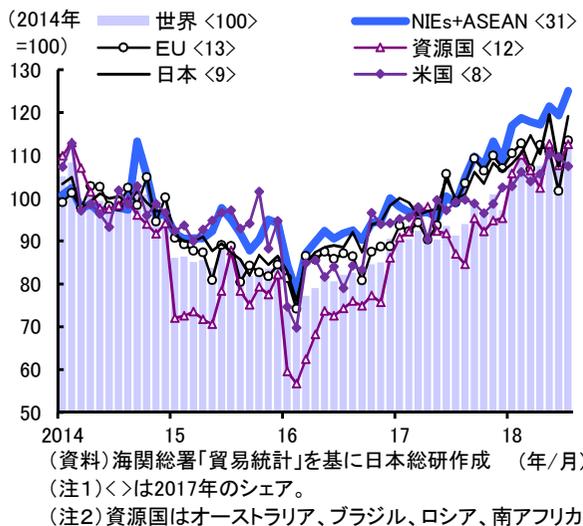
地域別輸出額(季調値、米ドルベース)



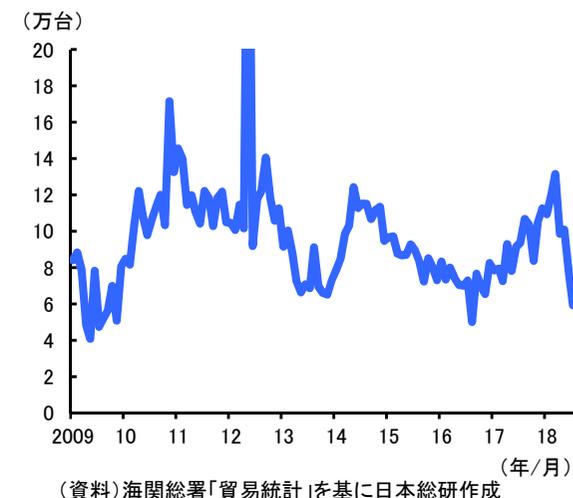
輸出向け新規受注指数(季調値)



地域別輸入額(季調値、米ドルベース)



工作機械の輸入台数(季調値年率)



# 耐久消費財は弱いものの、総じてみれば消費は堅調

## ◆小売売上高：増勢が鈍化

7月の実質小売売上高は前年同月比6.7%増、名目小売売上高は同8.8%増と、増勢は鈍化傾向。とりわけ、耐久消費財に弱さ。最も弱さが目立っているのは自動車。小型車減税措置が2017年末に完全に終了したため、自動車販売の落ち込みが持続。7月は輸入関税引き下げの効果が期待されたものの、自動車類の名目売上高が同▲2.0%と3カ月連続の前年割れに。加えて、スマートフォンの普及一巡を背景に、通信機械の販売も低調。

## ◆消費：堅調

他方、良好な雇用・所得環境を背景に、インターネット販売、宅配便売上高、映画興行収入が好調なため、消費全体の動きは堅調。1～6月の実質成長率（6.8%）における最終消費の寄与度は5.3%と高水準。

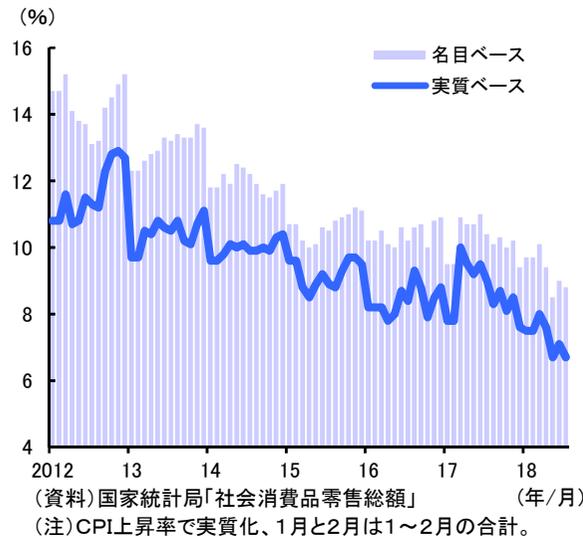
人手不足を背景に、今後も所得環境の改善は持続する見通し。一人当たり可処分所得の伸びが一人当たりGDPの伸びを上回っていることから、企業は雇用者への付加価値分配を強化している模様。名目可処分所得も高めの伸びを維持。雇用環境に対する家計の見通しも楽観的であり、消費を活発化させる原動力に。

## ◆住宅販売：持ち直し

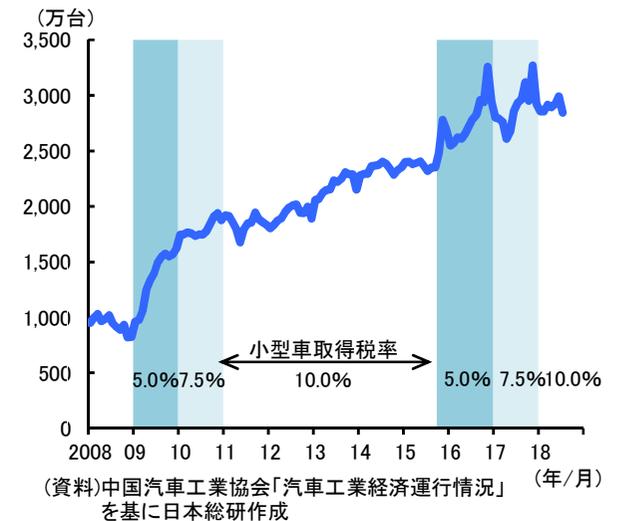
7月の分譲住宅販売床面積は、直近ボトムとなった2017年10月から14.3%増加。

この背景には、良好な雇用・所得環境に加え、不動産セクターに対する政府支援策が指摘可能。政府は不動産価格の高騰を和らげるために、政府保有の土地所有権の供給を拡大。不動産開発企業向け融資の拡大を容認しているほか、低所得者向けに住み替え資金を国家開発銀行を經由して提供。これらの結果、住宅販売が急速に活発化。

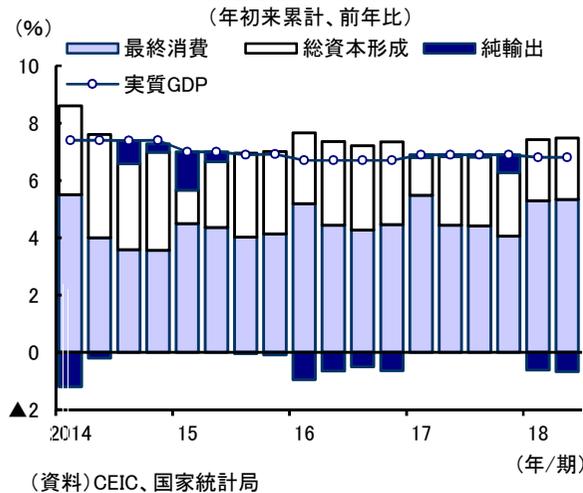
## 小売売上高(前年比)



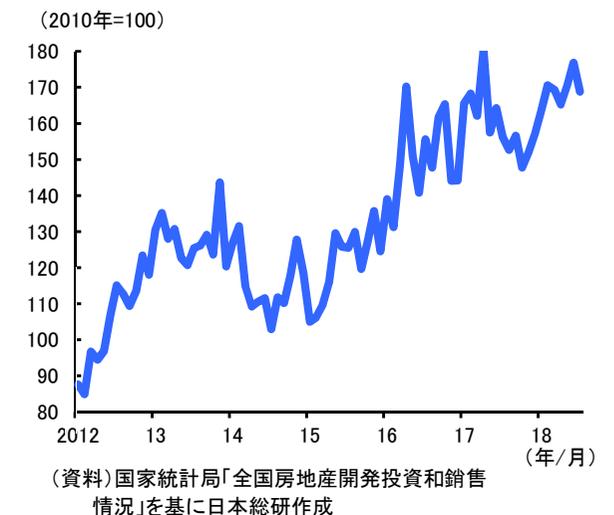
## 自動車販売台数(季調値)



## 実質成長率の寄与度分解



## 分譲住宅販売床面積(季調値)



# 景気の重しとなるデレバレッジ政策

## ◆インフラ投資:減速

1～7月の固定資産投資は前年同期比5.5%増と、増勢が鈍化。

内訳をみると、インフラ投資は同5.7%増と大幅に鈍化。鉄道や道路、水利・環境・公共設備など幅広い分野で投資がスロウダウン。

この背景として、デレバレッジ政策によって金融機関がオフバランス取引を縮小したことが指摘可能。社会融資総量のうち人民元貸出以外の資金調達への伸びは大幅に鈍化。地方政府は、融資プラットフォームを用いた資金調達が困難に。さらに、政府は地方でのPPP（官民パートナーシップ）乱用等によるインフラ投資を抑制。2017年11月、財政部が地方政府にPPP案件を徹底的に整理するよう指示。今年4月23日時点で、1.8兆元のPPP案件を取りやめ、3.1兆元の場合を見直し。

もっとも、インフラ投資がさらに大幅に減速する公算は小。7月に政府はインフラ投資の拡大とデレバレッジ政策の微修正を表明。今後、インフラ投資は底入れに向かう見通し。

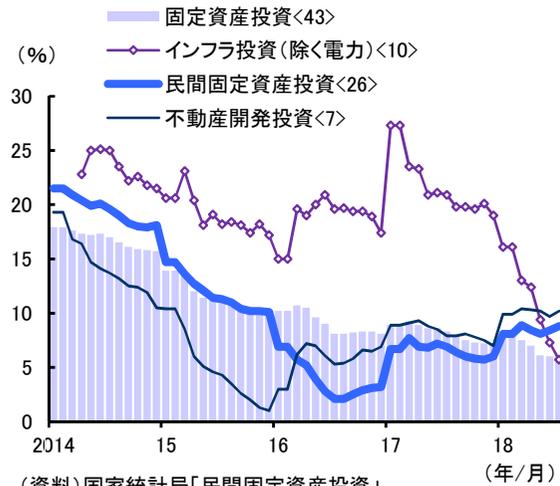
## ◆民間固定資産投資:小幅に加速

民間固定資産投資が同8.8%増と、小幅に加速。この背景には、設備稼働率の高止まりに加え、「中国製造2025」など政策面の支援も大きく寄与。ただし、工作機械の輸入減少などの動きから、先行き民間投資が減速に転じる見通し。

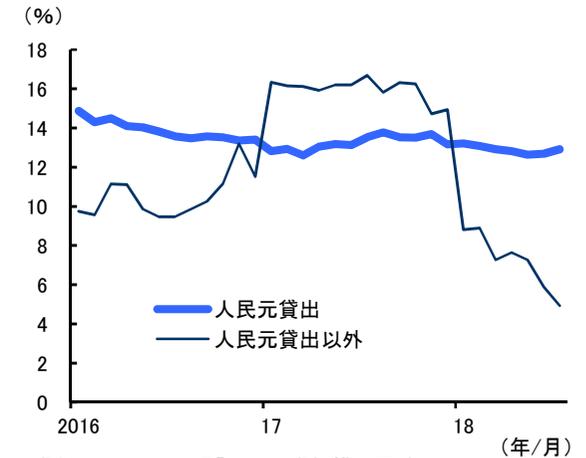
## ◆工業生産:一部に弱い動き

デレバレッジ政策と貿易摩擦によって、景気の先行き不透明感が強まるなか、製造業に生産抑制の動き。業種別にみると、電気機械やはん用機械の増勢が鈍化。品目別にみると、産業用ロボットの増勢鈍化が顕著。

## 固定資産投資(年初来累計、前年比)



## 社会融資総量(前年比)

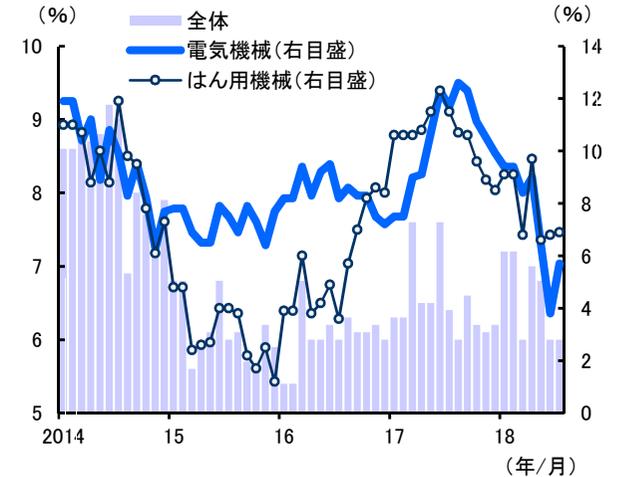


## 景気てこ入れ策

公表日	内容
4月25日	預金準備率の引き下げを発表(同日実施)
6月24日	預金準備率の引き下げを発表(7月5日実施)
7月23日	国务院常务会议、1.35兆元の地方債の発行を承認したほか、中央政府は地方政府に余剰資金の活用を求め、金融機関に地方融資プラットフォームの合理的な資金需要に応えるよう要求
7月23日	中国人民銀行、大規模(5,020億元)な資金供給を実施
7月31日	共産党中央政治局会議、年後半の経済運営方針として、積極的な財政政策と「穏健」的な金融政策を表明、2017年以降は「穏健中立」のため実質的には金融政策は緩和の方向へ
7月31日	財政部や税務総局等、近いうちに小型車減税措置を再導入すると表明

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

## 工業生産(前年比)



# 過熱する不動産セクター

## ◆物価：インフレ率は横ばい圏内

7月のCPIは前年同月比+2.1%と、前月から小幅に上昇。豚肉価格の下落は続いているものの、医療サービス価格やガソリン価格の上昇が全体を押し上げ。穀物価格等は安定しており、貿易摩擦の物価への影響は未だ見られず。PPIは同+4.6%と高めの伸びを維持。

## ◆不動産価格：上昇ペースが加速

7月の主要70都市の新築住宅価格は前月比+1.1%と、上昇ペースが加速。70都市のうち、価格が上昇したのは65都市。良好な雇用・所得環境と不動産セクターに対する政府支援策が背景として指摘可能。他方、地域別にみると大きな違い。北京、上海、深センなどの沿海部大都市では、政府による厳しい購入規制によって、住宅価格は頭打ちに。他方、地方の中小都市では、不動産セクターに対する政府支援策によって、住宅投資意欲が盛り上がり、価格が持続的に上昇。

もっとも、地方の中小都市においても住宅価格高騰が問題化。7月31日には、習近平国家主席が住宅価格の上昇を抑制しなければならないと強調。先行きは、不動産セクターに対する政府支援策の効果が剥落することで、住宅市場の過熱感が和らぐ可能性。

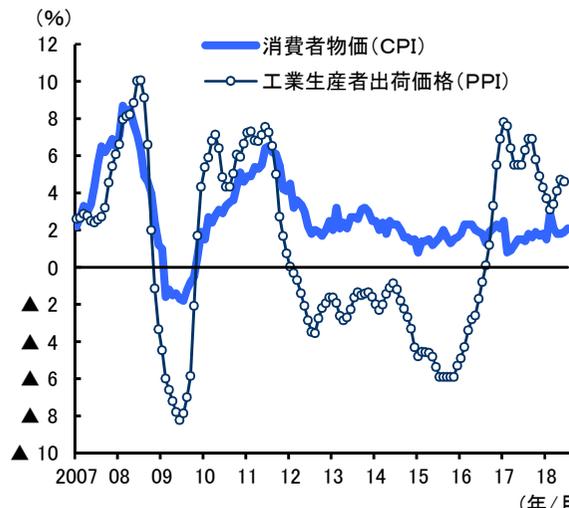
## ◆人民元レート：急落に歯止め

8月入り後、名目実効為替レートであるCFETS指数の急落に歯止め。7月に中国政府が安定成長を重視する姿勢を鮮明化させたこと、さらに元安抑制策を打ち出したことが背景として指摘可能。

## ◆株価：低迷

上海総合株価指数は3,000ポイントを割る低水準で推移。景気てこ入れ策が下支え要因となるも、米中貿易摩擦などが株価の重しに。

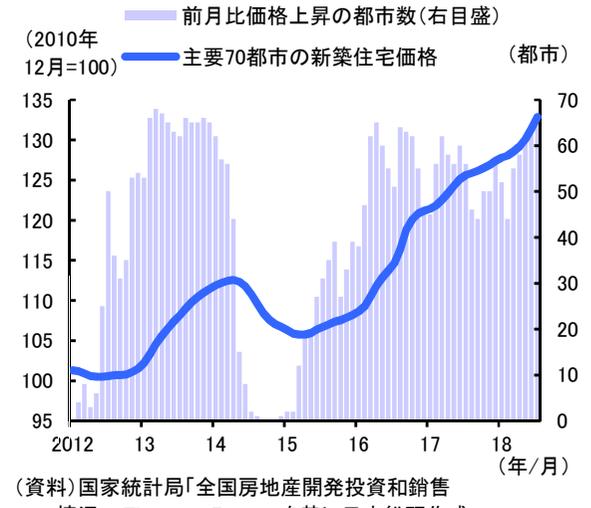
## CPIとPPI(前年比)



## CFETS人民元為替レート指数



## 住宅価格と価格上昇都市数



## 上海総合株価指数

